

SECURITIZAÇÃO: UMA ALTERNATIVA VIÁVEL PARA A REDUÇÃO DAS DESPESAS FINANCEIRAS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS?

Daniel José Cardoso da Silva,
João Marcelo Alves Macêdo,
José Airton Galdino Veras,
Marco Tullio de Castro Vasconcelos

Resumo

No contexto empresarial que vive-se hoje, onde a escassez de recursos permeia as diversas atividades comerciais e o acesso ao crédito que seria capaz de fomentar as inovações ainda depende das chamadas “vontades governamentais”, tem-se a securitização como alternativa viável e que pode-se em um nível de organizações de grande porte a solução adequada. Neste contexto estrutura-se esta pesquisa a partir da seguinte questão problema: **Seria a securitização uma alternativa viável para a redução das despesas financeiras das empresas brasileiras?** Daí busca-se traçar o caminho pelo qual desenvolve-se a Securitização no Brasil, perpassando pela perspectiva histórica, até chega-se ao estágio atual, onde vislumbra-se ao final da pesquisa alguns impeditivos a operação, em decorrência da desvirtuação da alternativa. Vê-se que até o advento da atual crise no mercado de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos, poder-se-ia afirmar que a securitização estaria se desenhando como uma alternativa interessante de captação de recursos para as empresas brasileiras. Ressalvando-se que as taxas de captação de recursos no exterior ainda fossem mais atrativas e a inacessibilidade das operações às pequenas empresas, como fatores positivos ao mercado interno brasileiro estariam: as boas perspectivas para o mercado imobiliário (em franca expansão) e uma melhor desenvoltura na agilidade da estruturação das operações aqui no Brasil.

Palavras chave: Securitização; Mercado de Capitais; Captação de Recursos.

1 INTRODUÇÃO

Nos dias atuais a escassez de recursos impõe restrições às atividades empresariais como um todo. Ela torna-se um desafio para os gestores, pois de qual forma irão buscar recursos destinados a financiar suas operações? A oferta de recursos no mercado configura-se numa relação de interesses conflitantes e que provocam reações adversas nos atores do mercado financeiro. De um lado temos os investidores de grande porte que objetivam diversificar sua carteira, mitigando o risco e maximizando os rendimentos, pequenos e médios que desejam o incremento de receita familiar e complemento de renda na aposentadoria, através de investimentos imobiliários, fundos de pensão que possuem investimentos sólidos e com retornos constantes, por fim os bancários que ofertam crédito e promovem uma relação de dependência do empreendedor (SANTOS, 2006).

Nesta seara as organizações procuram inúmeras alternativas para obter dinheiro a custo baixo, que possibilitem investir em seus projetos, equilibrar suas contas, entre outras finalidades (TOMIATTI e OLIVEIRA, 2007). Surge neste contexto à securitização, operação que se caracteriza pela emissão de títulos por parte da própria empresa, lastreados nos mais diversos ativos. Segundo Lima Neto (2007) existem na atualidade inúmeros tipos de ativos

securitizados, dentre os quais, “equipamentos arrendados, empréstimos para compra de automóveis, recebíveis de cartão de crédito, hipotecas comerciais, *franchise fees* e até ativos não convencionais, como os *royalties* referentes aos catálogos musicais do cantor David Bowie”. Caracterizando-se o quanto de possibilidades de incrementos no financiamento das organizações seria possível, a partir da gama de ativos securitizados.

Nesta perspectiva abordaremos o problema a partir do seguinte questionamento: **Seria a securitização uma alternativa viável para a redução das despesas financeiras das empresas brasileiras?** Trançando-se como objetivo precípua a evidência das potencialidades geradas nas organizações a partir do flanco da securitização.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Histórico

As primeiras operações de securitização tiveram início os EUA na década de 70 e estavam ligadas ao setor imobiliário, onde eram incentivadas pelas agências governamentais ligadas ao crédito hipotecário. Esta metodologia encontra-se presente nos planos de desenvolvimento de diversos países, entre os quais se destacam Itália, Alemanha e Japão. (TOMIATTI E OLIVEIRA, 2007).

Por ser uma fonte de recursos para as organizações, ela as despertou para uma oportunidade de ao emitirem seus próprios papéis, elas poderem negociar diversas opções que produzam melhor resultado, como o caso do vencimento dos títulos emitidos.

Anos 70	1983	1987	1993	2002
Surgimento da Securitização	Elaborado 1º <i>commercial paper</i>	Securitização de recebíveis em Cartão de Crédito	1ª Securitização Brasileira – Mesbla S/A – Rendeu 8 Milhões de Dólares	Banco Itaú S/A – Captou 250 milhões de dólares lastreados em fluxo de ordem de pagamento da sua agência de Grand Cayman

Tabela 1: Evolução histórica nos seus principais acontecimentos

Fonte: Própria a partir de (TOMIATTI E OLIVEIRA, 2007).

Existe uma ligação estreita entre a história da securitização e o surgimento e desenvolvimento do mercado de ações. Sendo possível em alguns países verificar o aparecimento de estruturas tipicamente da securitização antes mesmo de sua completa definição (LIMA NETO, 2007). A Comissão de Valores Mobiliários – CVM emitiu diversas instruções visando regulamentar a securitização através dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditícios visto que as que eram pelas Sociedades de Propósito Específicos praticamente desapareceram, conforme quando abaixo:

Instrução Nº	Data	Objetivo
356	17 Dezembro 2001	Cria e regulamenta o FIDC e FICFIDC (Fundo de Investimentos em Cotas de FIDC)
393	22 Julho 2003	i) Aumenta a abrangência dos direitos creditórios passíveis de serem securitizados em um FIDC ii) Possibilita criação de séries de cotas sênior iii) Cria condições especiais para FIDCs relacionados ao crédito social, médias, pequenas e micro empresas
399	21 Novembro 2003	Cria e regulamenta o FIDC-PIPS, fundo de investimento em direitos creditórios lastreados em recebíveis provenientes de financiamentos de projetos sociais
442	8 Dezembro 2006	Modifica os prazos de registro e análise de FIDCs na CVM
444	8 Dezembro 2006	Cria e regulamenta o FIDC-NP (FIDC Não Padronizado)

Quadro 1: Regulamentação Legal dos FIDC's

Fonte: Ferreira (2007) apud Lima Neto (2007)

2.2 Definições

Ao busca-se definir securitização, objetiva-se diferenciá-la das outras formas de emissão de títulos. Segundo a visão de Machado (2007, p.1):

Securitização é um processo através do qual uma variedade de ativos financeiros e não-financeiros (...) são “empacotados” na forma de Títulos (...) e então vendidos a investidores. Os fluxos de caixa gerados pelos ativos-base são usados para pagar o principal e os encargos das *securities* além das despesas da operação. As *securities*, por seu lado, são lastreadas pelos ativos e são conhecidas por “Asset Backed Securities” (“ABS”, expressão em inglês que significa Securities Lastreadas por Ativos).

Demonstrando que além de converter, projeta-se lucros futuros, e elas irão ser aplicadas e estruturalmente ela tem modalidades de aplicação. Neste contexto Catão (2006, p. 24):

As estruturas de securitização figuram como alternativas às formas convencionais tanto de aplicação, como de financiamento. (...) O termo securitização advém do inglês, da palavra *securitization*, que por sua vez é originada da palavra *securities* que significa títulos mobiliários.

Explica-se que quando há uma *securitization* certamente é porque algo foi transformado numa *security*, ou seja, foi transformado num título mobiliário. Esse sentido é pertinente à securitização pelo fato de literalmente “titularizar” os ativos. No Brasil, como também na Argentina o neologismo foi adotado evocando a transformação de ativos em títulos a serem transacionados no mercado (CATÃO, 2006).

Ao se detalhar a securitização, remete-se a segregação do ambiente da companhia, através de um veículo cujo seu propósito é exclusivamente o da captação de recursos através de títulos emitidos contra os ativos securitizados, desta forma facilita o acesso de diversos tipos de investidores aos títulos ofertados no mercado, possibilitando a busca dos recursos que proporcionaram melhor retorno a companhia (SANTOS, 2006).

2.3 Mecânica da operação de securitização

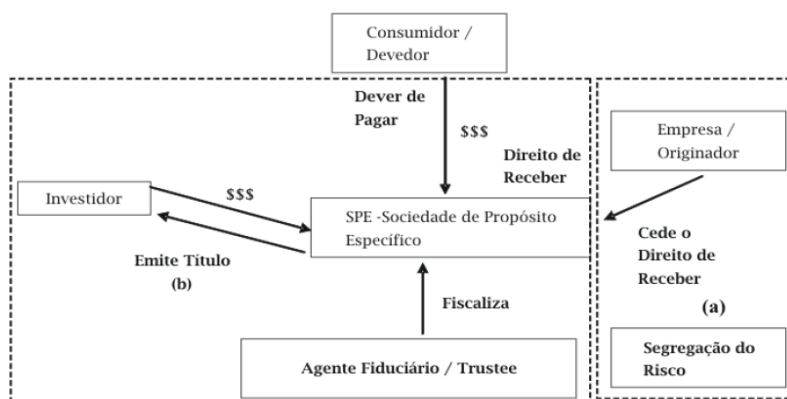
Ao decidir-se por uma operação de securitização, faz-se necessário da criação de uma organização que iria dividir o risco, tornando-a mais competente. Elas são chamadas de Sociedade de Propósito Específico – SPE.

Esta sociedade é constituída sob a forma de SA, tendo seu capital aberto e um único objetivo, ou seja, seu objetivo social restrito, bem como dispõe de outros vínculos de gestão, que faz uso de títulos como vetores de investimento. A SPE é o ambiente onde são gerados os títulos e, portanto, para onde são transferidos os ativos. “Essas entidades são chamadas

Sociedades de Propósito Específico, ou Exclusivo, ou internacionalmente como *Special Purpose Vehicles*, *Special Purpose Entities*, ou *Special Purpose Companies*.” (SANTOS, 2006)

De acordo com Catão (2006):

(...) o originador que possui um conjunto de recebíveis, vende (...) para uma empresa em troca de recursos imediatos. Essa empresa (...) é criada especificamente para esse fim, sendo, portanto um veículo de propósito específico. Uma agência de *rating* é contratada para avaliar o conjunto de recebíveis objeto da securitização, classificando-o. O VPE emitirá ao mercado títulos que terão como lastro do pagamento do seu principal e juros o pagamento dos recebíveis vendidos pelo originador à empresa. Com os recursos captados junto aos investidores, o VPE gera caixa para poder adquirir os recebíveis do originador.



(a) O início da operação ocorre quando da cessão dos recebíveis financeiros para uma securitizadora, criada sob os aspectos de uma Sociedade de Propósito Específico – SPE.

(b) A próxima etapa consiste na emissão de título por parte da SPE, o que está lastreado nos direitos creditórios já adquiridos, sendo o título oferecido no mercado e o valor recebido por este, utilizado pela SPE para quitar suas obrigações com o originador.

Figura 1: Esquematização de uma operação de Securitização

Fonte: Tomiatti e Oliveira, 2007

Para o autor a empresa criada é apenas um veículo para a consecução do objetivo precípua, e funciona como uma forma de segregar o risco em diversas empresas. A figura descrita a partir do arcabouço legal é a do Fundo de Investimento em Direitos Creditícios – FIDC, que é a outra via pela qual se pode fazer securitização.

2.4 Trustee na Securitização

Sua função primordial é a administrar o interesse dos investidores. Com a presença do *trustee* naturalmente existe um incremento da qualidade da operação. Em muitos casos por meio de uma empresa que preste, serviços de auditoria externa e que seja alheia aos negócios, proporcionando segurança na operação de securitização. A Instrução CVM n.º 356/2001 caracteriza os FIDC como “uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios.” Passando então a ser uma espécie de *trustee* onde os bens (ativos) pertencem ao fundo e as cotas são dos condôminos.

2.5 Características da operação de securitização

Nota-se que tanto para as empresas originadoras quanto para os investidores, a operação de securitização traz várias vantagens, principalmente no que tange à questão do risco. A participação de um agente denominado *Trust* e a compra dos recebíveis garantidores evitam que o investidor se exponha ao risco em decorrência do lastro gerado. No processo de securitização, é muito importante a participação do agente *Trust* porque ele representa uma entidade independente da empresa ou do grupo originador monitorado pelo *Trustee*, que é considerado o seu supervisor. Como resultado dessa estruturação, verifica-se a liquidação dos títulos (recebimento) independentemente da necessidade de acionamento jurídico das garantias apresentadas.

Conforme Fortuna (2005), quando se realiza uma operação de securitização de uma carteira de recebíveis, o cálculo do risco de crédito tem como um de seus elementos o índice de inadimplência histórica da carteira, que permite que seja gerada uma grande expectativa de que os créditos serão recebidos como esperado, que proporcionará uma melhor avaliação da garantia usada na operação, sendo denominada como *enhancements*. Cria-se então, uma estrutura que permite a auto-liquidação da operação para complementar o processo de minimização do risco que contribui para que o originador não aumente demasiadamente seu balanço patrimonial com ativos e passivos associados aos financiamentos.

Existe também a securitização com títulos lastreados em valores mobiliários por meio de custódia ou caução que usualmente são utilizados pelas companhias concessionárias de serviços públicos caracterizando uma operação sem a segregação do risco. Desta maneira, o investidor dependerá somente da originadora, não havendo a interferência de uma SPE, fazendo com que esta a operação se torne menos atraente.

2.6 Segregação do Risco na Securitização

Para Lameira (2001), a segregação do risco em uma operação de securitização consiste em um dos itens mais importantes na mesma, sendo imprescindível a participação da SPE na operação. Desta forma, podemos identificar segregação do risco por meio das seguintes etapas: 1) Avaliação imparcial da qualidade dos recebíveis; 2) Centralização desses recebíveis em patrimônio especificamente escolhido; 3) Expectativa e quantificação do fluxo de caixa a ser gerado por esses recebíveis; 4) Emissão de títulos atrelados ao resgate que ocorrerá mediante a utilização do fluxo de caixa esperado; 5) Precisão da previsão do fluxo de caixa a ser gerado pelo projeto, que servirá de lastro dos recebíveis a serem securitizados, seja por dados históricos ou outros meios de avaliação.

De acordo com Tomiatti e Oliveira (2007), existem três tipos de segregação de risco que podem ser aplicados de acordo com a característica da operação: I) Segregação Efetiva; que ocorre quando o produto/serviço/bem gerado da relação vendedor e comprador foi devidamente entregue ou realizado, gerando o risco de inadimplência para o comprador por sua responsabilidade pelo pagamento. II) Segregação Relativa, que ocorre no momento em que o comprador e o vendedor já estabeleceram as questões jurídicas, onde ainda não foi entregue total ou parcialmente o produto/serviço/bem, gerando o risco de não entrega do bem por parte do vendedor quanto o de não pagamento por parte do comprador. III) Segregação Tênuê, que ocorre quando ainda não foi firmada a relação jurídica entre o comprador e vendedor, onde o risco passa a ser totalmente do vendedor, uma vez que os valores de recebíveis para realização da operação de securitização realizam-se com base em históricos e conseqüentemente projetados.

Ainda conforme os autores, para as operações de securitização na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, têm-se um custo elevado de 0,3% do valor até um limite fixado pelo seu colegiado para cada série de títulos emitidos, onde além dessas despesas, estimam-se outros R\$ 50 mil para a composição da SPE e mais uma despesa anual de R\$ 150 mil para manutenção, sem incluir as despesas com divulgação sobre o lançamento dos papéis no mercado.

Alguns itens podem servir de lastro em uma operação de securitização, tais como: contratos de locação/venda de imóveis, pedágio de rodovias, venda a crédito, contas de luz, água, telefone, desde que administradas e geradas por empresa privada, faturas de cartão de crédito, exportações, mensalidades escolares e de plano de saúde, carteira de crédito de instituição financeira, Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, conforme destacado por Fortuna (2005).

Para Ishikawa e Mellagi Filho (2000), a SPE deve classificar o risco da operação e contratar os serviços de uma agência de classificação de risco que emitirá um *rating* sobre a sua situação e os títulos por ela lançados no mercado, podendo ser tanto debêntures quanto *commercial paper*; essas agências são empresas especializadas em mensurar risco, que devido à volatilidade da economia, passou a ser uma atividade extremamente detalhista.

2.7 Securitização e investimento imobiliário

Conforme Assaf Neto (2005), a modalidade de securitização de recebíveis imobiliários geralmente possui como lastros os créditos de contratos de natureza imobiliária, e são conhecidos no mercado por CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliários, ou seja, títulos com lastro em contratos de créditos imobiliários. O CRI é definido como títulos de crédito nominativo, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários e que constituem promessa de pagamento em dinheiro.

No Brasil, apesar de ainda ser inexplorada a securitização de ativos, no setor imobiliário tem-se uma grande possibilidade de evolução devido aos grandes lançamentos de escritórios para locação, hotéis, condomínios residenciais, entre outros. Os principais ativos imobiliários lastreados em uma operação de securitização são aqueles gerados pela atividade principal do originador, tais como: a) Empreendimentos já em operação que geram renda; e b) Futuros projetos que gerarão fluxos de recebimentos futuros.

É importante destacar que ao planejar a estruturação de uma operação de securitização na área imobiliária, a empresa tenha algumas diretrizes já previamente estabelecidas, como: a)

Qualquer ativo pode ser objeto de securitização; b) Fluxo de recebimento futuro de carteiras imobiliárias; c) Contratos firmados com direitos creditórios.

Em razão das rendas compassadas, o mercado imobiliário é visto como um mercado seguro, o que torna as operações de securitização ainda mais atraentes aos olhos dos investidores, pois a segurança do investimento estará caracterizada no desempenho estável, gerando fluxo de receitas; fator dependente da qualidade da operação e dos sistemas de administração do empreendimento (Tomiatto e Oliveira, 2007). Algumas vantagens podem ser observadas quando realizada a opção de adquirir um título lastreado em ativos imobiliários securitizados: a) rapidez na substituição de posições de investimento na carteira, mantendo a segurança e equilíbrio de rentabilidade, característicos dos investimentos imobiliários; b) qualidade do investimento, pois quando o mercado cresce de maneira positiva há aumento no ganho para o investidor; c) maior opção de liquidez; d) para o originador há aumento da opção de captação de recursos.

2.8 Securitização Internacional

As operações de securitização são denominadas *Asset Backed Securities* - ABS - títulos lastreados com ativos, sendo estruturadas sob rigorosa legislação seguindo o mesmo fluxo de pagamentos aos investidores. Comumente uma empresa nacional, em geral exportadora, gera direitos creditórios e realiza a captação de recursos no exterior, concedendo os direitos de seus recebíveis, provenientes de seus contratos de exportação à SPC estrangeira que emite os títulos. Dessa forma, a sociedade estrangeira emite títulos no exterior, aplicando o montante da moeda assim obtido na aquisição dos créditos possuídos pela empresa nacional, que é a exportadora de bens ou serviços. Os recebíveis originados através da venda futura de produtos ou serviços são conhecidos por *future flow structure*.

Conforme Fabozzi (2000), em março de 1985 foi celebrada a primeira oferta pública de um título com lastro em ativos pela *Sperry Lease Finance Corporation* (agora Unysis). Naquela operação foram envolvidos 192 milhões de dólares. Já em 1990, na França, ocorreu a primeira securitização de empréstimo pessoal, segundo revelam Fabozzi et al (2004). O primeiro título com taxa variável surgiu em janeiro de 1989 e foi emitido pela *Household Finance - Household Finance Home Equity Loan Certificates*. Na década de 90, nos Estados Unidos, os títulos lastreados em empréstimos para aquisição de automóveis oferecidos pela *Asset Backed Securities Corporation*, uma subsidiária da *First Boston Corporation*, foi considerada a maior emissão privada para a época, chegando a 4 bilhões de dólares. Um mecanismo muito utilizado, fora do Brasil, referente à garantia é chamado *overcollateralization*, que na prática consiste em constituir garantias que sejam superiores ao valor principal da operação.

2.9 Legislação nas operações de Securitização

Pode-se afirmar que do ponto de vista jurídico, as operações de securitização guardam alguma semelhança, no tocante à mecânica, às demais operações de crédito aqui no Brasil, seguindo normas e regras impostas pelos órgãos reguladores existentes que nesse caso específico são o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários

Conforme mencionado por Catão (2006), embora não contivesse o termo securitização devidamente expresso, a Resolução nº 1.834/91 BACEN foi o primeiro normativo sobre securitização no Brasil, versando em especial sobre a securitização de créditos oriundos de exportação.

A maioria das pessoas que realizam financiamentos bancários desconhece a possibilidade de que seu crédito pode ser repassado para Sociedades Anônimas Securitizadoras, que por sua vez, transformam-no em título mobiliário à disposição de investidores. A Resolução 2.493/98 BACEN, que substituiu a de nº 2.026/93 BACEN, estabeleceu as condições para esta cessão de crédito exclusivamente para sociedades de propósito específico, assim, a partir de maio de 1998, foi autorizada a cessão de créditos originários de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil contratadas por bancos, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias, para sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição destes créditos. Essa cessão de crédito, de acordo com aquela norma somente pode ser realizada com a sociedade anônima que

I - contenha em sua denominação a expressão "Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros"; **II** - capte recursos por meio da emissão de debêntures para distribuição pública e de ações no Brasil ou por meio da emissão de títulos e valores mobiliários no exterior; **III** - disponha, em seus estatutos que, até o pagamento integral das obrigações representadas pelos títulos e valores mobiliários emitidos, fica vedada a transferência do controle, redução do capital, incorporação, fusão, cisão ou dissolução e a cessão dos créditos ao controlador ou a qualquer pessoa a ele ligada, em condições distintas das previstas nos instrumentos de emissão dos títulos ou valores mobiliários; **IV** - adquira créditos com cláusula de variação cambial exclusivamente com a utilização de recursos captados mediante emissão de títulos ou valores mobiliários no exterior.

A cessão de crédito somente pode ser realizada sem coobrigação do cedente ou de instituição ligada, implicando na transferência, à cessionária, dos contratos, títulos, instrumentos e garantias necessários à sua execução.

Fica proibida a recompra, por parte da instituição cedente, de créditos anteriormente cedidos, bem como a aquisição de títulos ou valores emitidos com base nesses créditos, bem como a realização de qualquer transação posterior à correspondente cessão que acarrete, ainda que de forma indireta, o retorno do mesmo risco para a instituição cedente.

O pagamento de rendimentos, a amortização e o resgate dos títulos e valores mobiliários condicionam-se à realização de créditos especificados no correspondente instrumento de emissão, observada a possibilidade de prestação de garantias adicionais aos mencionados títulos e valores mobiliários.

O instrumento de emissão de títulos e valores mobiliários deve prever:

I - A possibilidade de o correspondente resgate ser efetivado, total ou parcialmente, mediante dação dos créditos especificados no correspondente instrumento de emissão não realizados no vencimento respectivo; **II** - O tratamento a ser dispensado no caso de créditos em curso anormal que vierem a ser total ou parcialmente pagos mediante dação de bens ou no caso de seus devedores terem decretada falência ou insolvência ou entrarem em liquidação.

O Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, nas respectivas áreas de competência, podem adotar medidas e baixar as normas necessárias à execução do disposto na Resolução 2.493/98.

Finalmente, os créditos cedidos por instituição financeira à companhia de securitização não mantém a mesma natureza dos contratos originários bancários, pois esta não

integra o Sistema Financeiro Nacional (Lei.595/64). Desta maneira, as securitizadoras não poderão cobrar encargos contratuais semelhantes aos bancos (correção monetária bancária, encargos de inadimplência, juros moratórios, multa e comissão de permanência).

2.10 Perspectivas das operações de Securitização

Embora a securitização aparecesse como uma fonte promissora de captação de recursos é importante lembrar que sua evolução está condicionada às regras impostas ao mercado e à economia, pelo governo, o qual pode criar mais incentivos fazendo com que esse tipo de operação se torne mais atraente aos investidores, ou não. Pode-se afirmar que a securitização no mercado imobiliário tem boas perspectivas de expansão. A competitividade das taxas de juros também influencia na discussão sobre o futuro das operações de securitização no mercado brasileiro, pois geralmente observa-se que as taxas fora do Brasil são, na maioria das vezes, mais atraentes que as internas, porém esse é um fator restritivo às médias e pequenas empresas que normalmente não conseguem acessar essa modalidade de captação de recursos.

Uma vantagem que começa a despontar aqui no Brasil, e que pode auxiliar na evolução deste tipo de operação, é a redução do prazo de estruturação, que está deixando de ser extremamente longo, pois hoje as instituições que trabalham nesse segmento podem fazer muito rapidamente uma securitização em função das experiências adquiridas anteriormente. Kendall e Fishman (2000) afirmam que serão os agentes financeiros os responsáveis pela criação de um novo estágio na estruturação de securitização, talvez uma reorganização das diversas modalidades hoje existente.

Para Cintra e Freitas (2008), a atual crise no mercado de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos que repercutiu fortemente no sistema bancário americano e europeu, configurando uma crise sistêmica está diretamente ligada às operações de securitização : “*O espraiamento da crise, [...], tem suas raízes no processo de securitização dos créditos e no desenvolvimento de novos instrumentos e produtos financeiros, em particular, dos derivativos de crédito, no qual os conglomerados financeiros desempenharam um papel crucial*”

Até meados dos anos 80 as operações de crédito dos bancos americanos eram guardadas em carteira pelos menos até a sua liquidação no vencimento correspondente. Notadamente após a crise de 1982, que envolveu empréstimos para países em desenvolvimento, que resultou na elaboração do Acordo de Basileia de 1988 e na definição de um coeficiente de capital mínimo de 8% dos ativos ponderados pelos riscos , aqueles bancos passaram a utilizar de forma crescente a securitização e os derivativos como instrumento de administração de balanço. Essas operações, chamadas de “fora do balanço” passaram a ser amplamente utilizadas.

Ao mesmo tempo foi desencadeado o processo de formação dos *full-service banking* (apelidados de “supermercados financeiros”), bancos universais com diferentes linhas de negócio — varejo, investimento, seguro, gestão de ativos, gestão de fundo de pensão etc. —, surgindo conglomerados financeiros menos dependentes das margens líquidas de juros, por meio de operações de empréstimos, como fonte de receitas e de lucros. Seus resultados dependiam cada vez mais de suas habilidades em gerar e transacionar ativos (compra e venda de moedas, *commodities*, títulos de dívidas soberanas e corporativas, hipotecas, ações, derivativos etc.), originando taxas, comissões e ganhos de capital. Os bancos tornaram-se “organizadores” ou “originadores” de ativos financeiros (cartão de crédito, empréstimos para compra de automóveis, hipotecas etc.), que são vendidos no mercado de capitais para

instituições não-bancárias (fundos de pensão, companhias de seguro, fundos de investimento, *hedge funds*, fundos soberanos, *private equity funds* etc.).

O desenvolvimento de modernos sistemas de informática foi um fator importante na concretização dessa nova nuance dos bancos, pois possibilitou a agilidade necessária para a precificação de inúmeros derivativos financeiros complexos e a implantação de modelos de *scoring* de risco. Tornou-se mais interessante para os bancos a geração e transação de ativos, atividade típica dos brokers e bancos de investimento. Cintra e Freitas (2008) registram que nesse movimento em direção à securitização: “*o papel dos bancos no acompanhamento e avaliação da qualidade do crédito bem como no fornecimento da liquidez do sistema foi obnubilado*”. Ainda acrescentam os autores que nessa euforia, os bancos passaram a usar de artifícios para continuar se alavancando financeiramente sem, no entanto, se submeterem às exigências de capital:

“os bancos desenvolveram novos instrumentos financeiros, [...], que viabilizaram a constituição de um amplo mercado secundário para os empréstimos. Ao mesmo tempo, essas instituições passaram a priorizar operações não-registradas no balanço (garantias de crédito, por exemplo) e a criar diferentes tipos de empresas de propósitos especiais (SPV na sigla em inglês), [...] Os bancos transferiam parte de suas carteiras de crédito para esses veículos, em geral localizados em paraísos fiscais, de forma a reduzir as exigências de capital e liberar recursos para novos negócios. (CINTRA E FREITAS, 2008. pg.3)

Com o desenvolvimento de novos produtos e técnicas complexas de gestão e transferência de risco de crédito e com a proliferação de produtos financeiros estruturados, lastreados em diversos tipos de ativos de renda fixa e em recebíveis diversos, o processo de securitização atingiu o seu ápice. De um lado, a exemplo dos bancos globais, os pequenos bancos regionais americanos, que concentravam suas operações de crédito nos mercados locais, passaram também a vender suas operações de crédito para seguradoras e *hedge funds*, transferindo os riscos de crédito e de mercado. As seguradoras conhecidas como *monoline* passaram a fornecer também garantias de retorno dos produtos estruturados. De outro lado, além reduzir o custo do endividamento para as famílias, empresas e governos, essas inovações financeiras, ao facilitar a avaliação e a precificação dos riscos, viabilizou a concessão de empréstimos para tomadores com fraco histórico de crédito, em particular, famílias de baixa renda.

Após a crise das ações das empresas de tecnologia (2000-2002), os bancos buscaram outros ativos para negociar. O “*boom*” nos preços dos imóveis tornou-se a alternativa para a geração de novas hipotecas, ampliação do crédito ao consumidor e extração de *home equity* por meio de refinanciamento de antigas hipotecas. Essas operações de refinanciamento permitiram as famílias converterem a valorização patrimonial de suas residências em poder de compra por meio do crédito. Assim, as famílias aumentaram seus níveis de endividamento, financiando a expansão dos investimentos imobiliários, puxando a economia americana rapidamente da recessão. E os conglomerados financeiros ampliaram suas taxas, comissões e receitas da administração de ativos. Com a expansão da concessão de empréstimos imobiliários a tomadores de alto risco, os bancos fizeram uso intenso das transações não-registradas no balanço, transferindo aos SIV parte de suas carteiras de empréstimos *subprime*, de modo a evitar os requerimentos de capital associados a esses ativos. Cintra e Freitas (2008) comentam que de acordo com FMI, as hipotecas *subprimes* representavam 25% dos ativos das SVI e 100% dos ativos das SVI *lites*, modalidade recente de SPE, que opera com alta alavancagem 40 a 70 vezes dependendo do colateral.

Simultaneamente, proliferaram no mercado financeiro americano transações com instrumentos financeiros lastreados em hipotecas já securitizadas, tais como CDO, ABS CDO, CDO de CDO e CDO sobre CDO, emitidos pelos SIV e garantidos por linhas de crédito contingente fornecidas pelos bancos comerciais. Apenas em 2007, foram realizadas 307 emissões de CDO, com um volume total de US\$ 177,6 bilhões. Os grandes bancos atuaram ativamente na subscrição desses produtos financeiros estruturados. Cinco bancos — Merrill Lynch, Citi, UBS, Wachovia e Goldman Sachs — foram responsáveis por 53,5% dessas transações, subscrevendo emissões no valor de US\$ 103 bilhões, ou seja, 58% do total. Embora tenham viabilizado a ampliação da liquidez no mercado de crédito e do endividamento de famílias, empresas e instituições financeiras, essas inovações financeiras potencializaram o risco de crise sistêmica. Isso porque, os contratos são amplamente interconectados, envolvendo diversos participantes e segmentos do mercado financeiro, configurando uma verdadeira pirâmide de crédito. Igualmente, afetaram a qualidade da avaliação e o monitoramento dos devedores pelas instituições originadoras dos empréstimos, pois essas ao transferir o risco de crédito deixam de realizar o monitoramento e acompanhamento efetivo do devedor. Durante a euforia, hipotecas foram originadas e reempacotadas de diferentes formas — MBS, CDO —, classificadas pelas agências de *rating* e revendidas. Nas CDO, as hipotecas de diferentes riscos foram agregadas com recebíveis de cartão de crédito, recebíveis de empréstimos para a compra de automóveis, créditos corporativos, empréstimos para estudantes etc. Esses papéis — envolvendo recebíveis diversos com baixa correlação de risco — foram estruturados em várias *tranches*, de distintos graus de riscos classificados pelas agências de risco de crédito.

Dessa forma, em um autêntico processo de alquimia, vários instrumentos financeiros de diversos riscos foram combinados pelas agências de *rating* e pelos emissores. As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados em hipotecas *subprime* acabaram reclassificados como de excelente risco ou com grau de investimento. O reempacotamento de hipotecas de alto risco, com a anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou suas aquisições pelos investidores com maior aversão ao risco. Assim, as *tranches* de menor risco — as *Senior*, classificadas entre A a AAA; as *Mezzanine*, classificadas entre BB a BBB — foram adquiridas pelos investidores institucionais. Uma parte importante desses créditos reempacotados foi exportada para fundos de investimentos da Coreia, Taiwan, Austrália, China, França, Alemanha, Reino Unido etc. Diante do excesso de riqueza financeira acumulada (reservas internacionais dos asiáticos e dos exportadores de petróleo) as mesas de operação dos bancos em Wall Street tinham ordens para adquirir qualquer dívida americana classificada com grau de investimento.

É uma alternativa, porém após a crise das bolsas se avulta um cenário tenebroso. Se futuramente for possível se operar novamente, certamente a seletividade na composição das carteiras será aumentada

3 CONCLUSÕES

Até o advento da atual crise no mercado de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos, poder-se-ia afirmar que a securitização estaria se desenhando como uma alternativa interessante de captação de recursos para as empresas brasileiras. Ressalvando-se que as taxas de captação de recursos no exterior ainda fossem mais atrativas e a inacessibilidade das operações às pequenas empresas, como fatores positivos ao mercado interno brasileiro estariam: as boas perspectivas para o mercado imobiliário (em franca expansão) e uma melhor desenvoltura na agilidade da estruturação das operações aqui no Brasil.

Obviamente, após essa mudança radical de cenário, torna-se muito difícil prever em que momento e de que maneira poderão ser retomadas essas operações, haja vista estarem sendo colocada em xeque, a credibilidade do processo de securitização. Provavelmente para a retomada dos investimentos as agências de rating serão fortemente cobradas na mensuração do risco das carteiras, de modo que seletividade na composição das mesmas deverá ser aumentada sobremaneira.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Normas do CMN e do BC**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?NORMASBC>> acesso em 22 de outubro de 2008 às 15:00 h

CATÃO, Gustavo Campos. **Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro: um estudo multi-caso** / Dissertação (Mestrado) – Apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal de Pernambuco, da Universidade da Paraíba e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte. João Pessoa: UFPB, 2006.

CVM, Comissão De Valores Mobiliários. INSTRUÇÃO N.º 356 / 2001. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst356consolid.htm>. Acesso em: 20 set. 2008.

FABOZZI, Frank J. **Bond Markets, analysis and strategies**. 4ª edição- Prentice Hall, Inc. Upper saddle River, New Jersey: 2000.

_____. **Credit derivatives: instruments, Applications, and Pricing** .John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey:2004

FMI — Fundo Monetário Internacional. **Global Financial Stability Report**, Washington, DC: International Monetary Fund, September, 2007.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 13. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FREITAS, Maria Cristina Penido de, CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano**. Revista de Economia Política, vol. 28, nº 3 (111), pp. 414-433, julho-setembro/2008

ISHIKAWA, Sérgio; MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. **A primer on securitization**. Massachusetts: MIT- Press, 2000.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LIMA NETO, Lucas De. SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS: iniciando a exploração da nova fronteira. 2007. 109 f. Dissertação (Mestre) - Curso de Administração de Empresas, Departamento de Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas, Universidade

Presbiteriana Mackensie, São Paulo, 2007. Disponível em: <mx.mackenzie.com.br/tede/tde_busca/processaArquivo.php?codArquivo=483>. Acesso em: 15 out. 2008.

MACHADO, Tiziane. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS - O QUE TEM DE ATRATIVO? Disponível em: <http://www.animainfo.com.br/site/wp-content/uploads/2007/11/securitizacao.pdf>. Acesso em: 21 out. 2008.

_____. Securitização de recebíveis através do fundo de investimento em direitos creditórios - Nova modalidade de captação de recursos para empresas. Disponível em: <http://www.ibef.com.br/artigos/artigos.asp?ID=56>. Acesso em: 20 set. 2008

SANTOS, Andrea Romano Dos. O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE EDIFÍCIOS DE ESCRITÓRIOS PARA LOCAÇÃO NA CIDADE DE SÃO PAULO IMPULSIONADO PELA SECURITIZAÇÃO. 2006. 147 f. Dissertação (Mestre) - Curso de Engenharia, Departamento de Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em: <www.realestate.br/arquivos%20PDF/DST_AndreaRomano.pdf>. Acesso em: 10 set. 2008.

TOMIATTI, Cláudio Roberto; OLIVEIRA, Edson Ferreira de. Mercado de Capitais: securitização. Revista da Pós-graduação Unifieo, Osasco, v. 01, n. 02, p.48-60, 10 mar. 2007. Disponível em: <http://www.fieo.br/edificio/index.php/posgraduacao/article/viewFile/155/228>. Acesso em: 15 out. 2008.